

委托贷款形成的内部资本市场问题案例研究

李西文(副教授), 申富平(教授), 连 萌

【摘要】近年来,频发且饱受争议的委托贷款业务,发生在集团公司内部关联方之间的占了很大一部分,而这种特殊的内部资本市场交易形式能否和其他内部资本市场形式一样发挥降低融资成本、优化资源配置从而提高集团业绩的作用尚无定论。以手工搜集的委托贷款公告为依据,本文选择了4家案例公司来分析委托贷款形成的内部资本市场交易的影响,结果表明:委托贷款形成的内部资本市场总体上来说是有用的,但若集团战略规划有误也可能加大财务风险。

【关键词】委托贷款; 内部资本市场; 融资成本; 资源配置

【中图分类号】 F276

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2017)11-0077-6

一、引言

对2006~2014年上市公司发生的委托贷款数据进行统计发现:发生委托贷款业务的上市公司中关联方之间的委托贷款笔数共2664笔,占委托贷款总笔数的74.37%;委托贷款总金额为427767百万元,关联方委托贷款金额占比为82.34%;关联方平均委托贷款利率为6.45%,显著低于非关联方的10.80%(非参数检验关联方与非关联方委托贷款平均利率的差异显著性为1%的水平)。为什么会存在这样的现象?

金融抑制理论认为,在无法从正规渠道获取资金时,部分企业转而向非传统的金融组织寻求贷款,以解决资金紧张的问题(McKinnon, 1973; Shaw, 1973),从而导致资本市场形成新的均衡。外部资本市场中,具有融资优势的“大公司”“好公司”(这里“大公司”“好公司”指的是一些从传统金融机构或新兴股权融资市场等较易取得所需资金的公司,其特征通常表现为规模较大、有国家背景支持或者科技含量高等)可以通过银行并借助委托贷款形式将“闲置资金”投资给具有资金需求的“小企业”“差企业”,如此既能获取高收益,也能改善社会关系、增加潜在客户,从而提高企业声誉。而内部资本市场中的委托

贷款,不仅更易管理和操作,而且更重要的是可以多角度地实现集团公司的整体经营目标,因此迅速成为集团内部资金流动的一种重要形式。

已有研究表明,内部资本市场具有不同于外部资本市场的积极作用,如优化资源配置、提高集团业绩等。现有研究认为,公司间的委托贷款业务是一种放贷者追求高收益、承贷者承担高风险的行为,不仅可能增加借贷双方的财务风险,还有可能阻滞货币政策的传导效应,甚至影响实体经济的发展。但是,集团内部的委托贷款业务能否区别于外部委托贷款成为集团公司实现整体战略目标的一种工具呢?

根据委托贷款发生的次数、规模以及样本公司披露相关数据的详细程度等特征,本文选取较为典型的4家案例公司,从资金规模和融资成本、资金配置结构、收益以及信用风险四个方面对委托贷款形成的内部资本市场问题进行研究。结果发现,当集团公司对市场预测准确、战略规划合理时,委托贷款能够降低融资成本、优化资源配置并提高集团业绩;但若集团公司对市场发展预测有误、战略规划不当,委托贷款则会加大集团整体的风险,使其陷入困境。

不同于其他研究,本文以多案例为对象从内部资本市场角度分析委托贷款的两面性,是对内部资

【基金项目】 国家社会科学基金项目“国家货币政策对上市公司委托贷款的影响研究”(项目编号:12BJY016); 河北省科技厅软科学基金项目“京津冀引导基金、创业资本和创业企业协同效应的形成机理研究”(项目编号:15455304D)

本市场理论研究和委托贷款问题研究的有益扩充,并对实践具有一定的指导意义。首先,当集团公司在所处行业发展的不确定性较大或者进军新领域时应谨慎选择委托贷款作为内部资本市场交易形式,以免在实体经济受冲击时遭受更严重的财务危机。其次,建议政策制定者在对委托贷款严加监管的同时,更要注意对其进行正确引导,让集团公司充分认识到委托贷款的两面性,从而降低委托贷款等金融工具增加系统风险的可能性。

二、文献综述

Alchian(1969)等提出“内部资本市场”概念之后,Williamson(1975)指出,M型的联合大企业[是指企业集团采用M型组织结构(多部门结构,Multidivisional structure),多为拥有多个生产线的企业,且一般由若干事业部组成,每个事业部负责一个或多个产品线,母公司是决策中心,对事业部进行考核,更强调调整体效应]中存在内部资本市场,并在强化内部资本配置、缓解外部融资约束方面发挥着重要的作用,H型结构(母公司为控股企业的集团形式,通常母公司持有各种单独的、有联系或无联系的子公司或分公司的部分或全部股份,下属各子公司具有独立的法人资格,是相对独立的利润中心。极端形态下,控股企业实际上就是一家投资公司)中的内部资本市场却很难比外部市场更有优势。Khanna和Palepu(2000)也提出了同样的观点。之后针对内部资本市场作用的研究主要观点是,在外部资本市场不完善,会计、审计的技术、行为及规范不成熟的条件下,内、外部资本市场存在互补性,使得内部资本市场在优化资源配置(Gertner、Scharfstein、Stein,1994)、缓解融资约束(Stein,1997)、提高信息透明度(Alchian,1969)、改进公司治理(Scharfstein、Stein,2000)等方面存在优势,进而提高企业财务业绩(Billett、Mauer,2003;Brown、McNeil,2008)。

在此基础上,我国学者也认为内部资本市场具有优化资源配置(王化成、曾雪云,2010;王峰娟、栗立钟,2013)、缓解融资约束(万良勇、魏明海,2009;刘剑民,2012)、降低交易成本(林非园,2011)、提高集团业绩(王珊珊、王化成,2009;陈菊花,2012;左和平、龚志文,2011)的作用。杨柏、彭程、代彬(2011)、吕洪雁、王立明(2012)等也对此提供了证据支持。此外,相关研究还发现集团内部资本市场可以起到对银行贷款的替代作用(万良勇、魏明海,2009),从而发挥金融缓冲器的作用(王峰娟、安国俊,2010)。

但是也有研究发现,内部资本市场可能导致利

益输送(杨棉之,2006)、资源配置无效(左和平、龚志文,2011)等问题。对于内部资本市场的利益输送观点,有从案例角度进行研究的,如杨棉之(2006)发现华通天香集团内部资本市场部分被异化为进行利益输送的渠道;许艳芳、文旷宇(2009)以明天科技为例发现,系族企业(在我国,系族企业是由若干具有独立法人资格的企业联合组建的企业集团)内部资本市场的影响使得上市公司投融资行为出现异化——上市公司成为“融资窗口”,产业投资功能被弱化,股权投资成为进行资金转移的平台,企业业绩下滑。也有进行定性分析的,如万良勇、魏明海(2009)认为,由于大股东代理问题的存在,内部资本市场可能成为大股东掠夺上市公司信贷资金的渠道;左和平和龚志文(2011)提出,作为内部资本市场治理结构之一,股权纽带型ICM(内部资本市场)被异化,为大股东侵占小股东利益提供了手段,资本配置表现出种种无效行为。

此外,还有研究表明内部资本市场可能导致过度投资等无效资源配置现象,例如杨柏、彭程和代彬(2011)的研究表明,国有企业内部资本市场运作会加剧上市公司过度投资的问题,而对民营企业来说则会使投资不足变得更加严重;刘剑民(2012)指出,由于治理结构不合理,股东与管理层之间的代理问题使得企业出现盲目多元化、过度投资等问题,不利于企业的发展;万良勇(2006)更是指出,现今出现的实业资本与金融资本相互交融的产融结合集团逐渐盛行,实业资本的经营风险很容易通过内部资本市场传导至金融部门,引发一定程度的金融风险,或者反过来,金融部门的困境也可能将实业资本拖入泥沼。

那么,作为一种内部资本形式的内部资本市场到底会产生何种影响?是有利的,还是不利的?本文基于前面的研究进行探索。

三、案例公司选择与简介

(一)数据来源

本文数据来源于CSMAR(国泰安)数据库、WIND(万德)数据库、新浪财经(finance.sina.com.cn)、巨潮资讯网(www.cninfo.com.cn),由手工收集2001~2013年的财务报告及委托贷款公告并计算得到。利用这些数据,本文首先选取了委托贷款持续发生且次数较多、总金额较大的12家上市公司,然后排除非内部资本市场环境形成的委托贷款业务和数据披露缺失的情况,最终选定4家制造业上市公司(分属于不同制造业,具体见表1)进行研究。所选择样本首次委托贷款业务的发生年度均在2011以前

(包括2011年),以便至少有3年的窗口期进行数据分析。

表1 案例企业基本情况

企业简称	代码	企业性质	所属行业	委托贷款(亿元)	涉及年份
晨鸣纸业	000488	国有企业	造纸及纸制品业	82	2006~2013
复星医药	600196	民营企业	医药制造业	60.5	2010~2013
*ST天威	600550	国有企业	电器机械及器材制造业	50	2008~2013
开滦股份	600997	国有企业	石油加工及炼焦业	33	2011~2013

注:委托贷款数据来源于巨潮资讯网上市公司年报和公告,经手工收集并计算得到。

(二)案例选择与简介

具体来看,这4家企业发生的内部委托贷款业务都较为典型:晨鸣纸业2006~2013年一直都有对内的委托贷款业务发生,具有跨期长、总金额大的特点;复星医药作为4家案例企业中唯一一家民营企业,短短4年内发生了73笔委托贷款业务;*ST天威(2015年3月16日,上海证券交易所同意撤销对该公司股票实施的退市风险警示,公司股票于3月17日停牌1天,于3月18日起复牌并撤销退市风险警示。公司股票复牌后,股票简称由“*ST天威”变更为“保变电气”)被退市警告且对内委托贷款业务的交易次数较多,风险较大;开滦股份是一家国有企业,其发生的委托贷款业务金额较大、频率较高。

四、委托贷款形成的内部资本市场交易分析

(一)资金来源和融资成本

1. 资金规模。

表2 委托贷款的规模 单位:万元

公司	1	2	3	4	5
晨鸣纸业	193400.0	55500	179000	182600.00	190002.68
复星医药	7433.4	210415	291600	96625.52	
*ST天威	40000.0	72000	42000	70000.00	205958.00
开滦股份	50000.0	156200	125948		

注:1~5代表各公司发生委托贷款业务的第1~5年,下同。

如表2所示,综合来看,在4家样本企业集团内部每年发生的委托贷款的规模普遍非常大。规模巨大的内部资本市场交易对企业集团到底意味着成本的降低、资源的优化还是收益的提升,是值得深思的。

2. 融资成本。理论上,与对外的委托贷款业务相比,上市公司作为母公司对分、子公司具有较高控制权,可以较为充分地获取其相关信息,信息更为透明,发放委托贷款前的风险评估准确度也更高。同时,对内委托贷款合同签订程序相对简单,合同及借款关系较容易建立,减少了谈判的过程及中介、咨询费用,而且为缓解分公司融资压力的委托贷款的利率通常较低。此外,由于母公司具有获取信息、追踪资金使用情况的便利性,使得其监督履约的成本较低。故而总体上可推测,内部资本市场条件下的委托贷款成本会低于外部融资成本。

融资成本的高低一般通过公司借款利率和银行贷款利率的比较来判断,因此本文对委托贷款平均利率、外部委托贷款利率、银行贷款利率进行了比较,如表3所示。

表3 融资成本比较

公司	指标	1	2	3	4	5
晨鸣纸业	委贷平均利率	5.75%	6.90%	4.81%	4.78%	5.42%
	外部委贷利率			13.82%	13.06%	16.44%
	银行贷款利率	6.30%	7.67%	5.34%	5.32%	5.81%
复星医药	委贷平均利率		6.87%	6.14%	6.89%	
	外部委贷利率	16.44%	17.72%	13.63%	13.22%	
	银行贷款利率	5.81%	6.47%	6.20%	6.05%	
*ST天威	委贷平均利率	6.80%	6.04%	5.33%	6.56%	6.80%
	外部委贷利率	13.82%	13.06%	16.44%	17.72%	13.63%
	银行贷款利率	5.36%	5.71%	5.82%	6.56%	5.99%
开滦股份	委贷平均利率	7.21%	6.73%	6.62%		
	外部委贷利率	17.72%	13.63%	13.22%		
	银行贷款利率	6.56%	6.19%	6.08%		

注:委贷为委托贷款的简称。委托贷款平均利率为各年委托贷款业务利率的简单平均;外部委托贷款利率由每年所有发放对外委托贷款的上市公司的对外委托贷款利率简单平均而得;银行基准贷款利率为不同期限利率的加权平均数(以各企业各年度各笔委托贷款业务的贷款期限为依据)。晨鸣纸业2008年的委托贷款利率缺失。

从表3可以看出,企业集团内部的委托贷款利率围绕同期银行贷款基准利率小幅变动,却大幅低于对外的委托贷款业务利率。进一步分析发现,这4家上市公司采用债券融资的利率低于银行基准贷款利率,也低于内部委托贷款业务的利率。考虑到母公司对内部资本市场运作的自主性较高,非上市公司不具备上市公司的融资优势,因而企业集团总公司作为上市公司有动机利用内部资本市场即通过委托

贷款协调资金的使用,这样可以降低集团采用银行信贷筹资的比重,从而减少集团的利息费用。

(二)资金配置结构及效果

1. 资金配置结构。委托贷款的资金配置情况,可以从资金用途进行分析,如表4所示。

表4 委托贷款资金用途 单位:万元

用途	复星医药	*ST天威	开滦股份
补充营运资金	560865.00	509889.50	279148.00
归还借款	33450.00		20000.00
工程项目用款	10733.40	72000.00	33000.00

注:晨鸣纸业没有披露委托贷款的用途。

从表4可知,委托贷款资金从集团的上市公司流出,用于为其他非上市公司成员补充营运资金,弥补企业日常经营活动出现的资金缺口,使资金更加及时地满足生产经营的需要;或者用于工程项目,在降低融资成本的同时还降低了因无法及时融资而丧失良好投资机会的成本;或者帮其偿还银行贷款,降低了到期无法按时偿还债务的风险。这说明集团内部的委托贷款可以作为外部银行借款的替代,用于缓解公司内部各成员的资金紧张问题。而前面的分析已表明,内部委托贷款的融资成本较低,故可以由此证实,委托贷款形成的内部资本市场是可以优化资金配置的。

2. 资金配置效果。企业集团资源配置的优化离不开资本的流动,而前面的分析证明,对内委托贷款业务是相对于外部融资更为经济的资本流动形式。样本企业作为上市公司,以母公司的权威性与控制权总揽企业集团内部所有资金的支配权,旨在确保企业整体战略目标实现的同时将资金用于投资回报率较高的项目。通过分析发现,4家样本公司借助其上市公司的融资优势融入资金,并将部分资金以较低利率委托贷款给旗下子公司,在减少子公司财务费用、增加母公司收益的同时,通过对成员公司的资金支持逐步实现整体战略目标,较好地发挥了优化资金配置、提高收益的作用(具体见表5和表6)。

表5 营业利润率和委托贷款规模 单位:万元

公司	1		2		3		4		5	
	OPR	EL	OPR	EL	OPR	EL	OPR	EL	OPR	EL
晨鸣纸业	28.59	193400	17.10	55500	28.24	158700	37.63	182600	17.75	182002.68
复星医药			25.13	210415	34.58	291600	34.50	96625.52		
*ST天威	22.89	40000	24.46	72000	13.48	42000	19.65	70000	-13.64	205958
开滦股份	17.9	50000	17.57	156200	15.90	125948				

注:OPR为营业利润率(该指标是各项主业的均值,仅包括使用委托贷款发生的主要营业收入和营业成本计算而来的部分);EL为对内委托贷款投入主营业务的当年发生金额。

表6 委托贷款收益 单位:万元

公司	1	2	3	4	5
晨鸣纸业	3456.48	13085.93	16148.72	9152.08	11375.87
复星医药	1227.48	17290.01	24664.97		
*ST天威	453.33	4342.00	5483.08	7566.73	
开滦股份	855.73	4747.31	10553.49		

表5中,各公司委托贷款规模和主营业务盈利能力基本保持了正相关的关系。具体分析可知:

(1)晨鸣纸业每年获取的委托贷款资金主要流向企业主营业务及新兴业务,如酒店业、树木种植及原材料,而且大多用于项目建造或研发,符合集团公司的战略目标。从主营业务上看,晨鸣纸业主营业务保持了较好的发展趋势。另外结合详细数据分析可知,虽然该公司新兴业务没有带来较高的主营收入,但一直保持着较高的利润率,获利能力较强。

(2)复星医药的委托贷款资金多投资于该企业的主营业务药品制造与研发,还有部分资金投入医疗服务业、医学诊断与医疗器械制造及代理项目等新领域,提升了公司的盈利性、拓展了盈利面。

(3)*ST天威的委托贷款投资与其“双主业、双支撑”的发展战略是相对应的。自2010年新能源产品的世界经济环境和行业发展发生变化,导致新能源产品的盈利能力相对较低,但该公司仍然持续增大对具有新能源产品子公司的委托贷款规模和频率,导致到2013年为止公司计提了大量坏账准备,以致出现破产诉讼事件。

(4)开滦股份的委托贷款投资遵循了“以煤为基、以焦为辅、以化为主”的战略方针,投资于煤炭加工业的委托贷款资金占大多数。但是,开滦股份在2012年取得新的煤炭勘探权后,2013年的委托贷款业务更多地转向了盈利能力更强的煤炭采选业。

综上,4家公司的委托贷款业务均是为集团公司的整体战略实施提供支持。总体而言,案例分析表明,母公司通过为子公司提供资金支持,强化了集团

的主营业务盈利能力,拓展了新兴业务领域,基本上实现了优化资金配置的目标。从投资效果来看,除*ST天威对经济环境、行业发展状况分析失误,导致其战略目标制定有所偏差,并因此造成过度投资而业绩下滑外,其余3家企业主营业务的业绩都有所提升,并在新兴业务领域有所斩获。

表6中,除晨鸣纸业外,其余各家的母公司都未明确披露委托贷款业务的收益情况,表中委托贷款收益都为手工计算,计算公式为:本年委托贷款收益=委托贷款金额×委托贷款利率×存期。而且,2011年之后,晨鸣纸业的报表中委托贷款业务披露不充分,公告中每笔委托贷款业务无法区分,也没有明确披露委托贷款放款与收款日期,同时连续公告中委托贷款金额总量也不一致,所以剔除。复星医药2010年只发生一笔委托贷款业务,且无法获得其发放日期及收益,该母公司的营业收入全部由投资收益提供。从2012年起*ST天威的委托贷款业务中未曾披露委托贷款发放时间,且由于分、子公司经营不善,多家企业无法偿还利息与本金,因而委托贷款业务收益无法计算。

资本逐利性决定了对外的委托贷款以其高利率、高收益诱使部分企业将闲置资金甚至是营运资金用于发放委托贷款。这些企业的委托贷款行为很可能挤占实体经济的发展空间,对货币政策的传导效应造成阻碍,甚至引发实体经济萎缩风险。而对内的委托贷款业务则不同,由上文的分析可以看出,对内的委托贷款业务以企业战略为导向,以优化资源配置为目标,降低了分、子公司的融资成本。进一步挖掘案例资料可发现,这些委托贷款资金大部分集中投资于集团业务的新领域或创新产品,并创造了较高的营业利润率。相比较而言,表6中各集团公司委托贷款收益的金额普遍偏低,对母公司营业利润贡献率很小,这也说明委托贷款业务并不以追逐高收益为目的。

(三)信用风险

委托贷款这种内部资本市场形式由于资金规模相对较大,很容易出现信用风险问题。总体上看,晨鸣纸业、复星医药、开滦股份的对内委托贷款业务履约情况相对较好,这源于集团公司的内部信息不对称程度相对较低,在战略目标明确、市场预测准确时,内部委托贷款虽然更容易由于信任而展期却未出现延期现象,信用风险相对较低。进一步分析发现,这3家公司自发生内部委托贷款业务起至今,并未出现逾期、延期的情况。

表7 委托贷款展期情况

委托方	借款方	贷款金额	贷款期限	展期次数	展期时间	金额变动
晨鸣纸业	菏泽晨鸣板材有限责任公司	1500	2	1		否
		3100	1	1		否
	郸城晨鸣板材有限公司	2000	1	1		否
	齐河晨鸣板材有限公司	1500	1	2		是
	寿光晨鸣美术纸有限公司	60000	1	1		是
	山东晨鸣纸业集团齐河板纸有限公司	9000	1	1		是
复星药业	上海复星医药产业发展有限公司	1800	2	1	3	否
		3000	2	1	3	否
	安徽济民和肿瘤医院	1500	0.5	1	1	否
		1000	1	1	2	否
	江苏万邦生化医药股份有限公司	10000	1	1	1	否
上海克隆生物高技术有限公司	10000	1	1	1	是	
开滦股份	山西介休义棠倡源煤业有限公司	10000	1	1	1	否
	迁安中化煤化工有限责任公司	16000	1	1	1	否
	唐山中润煤化工有限公司	20000	1	2	1	否
		9000	1	1	1	否
		41000	1	1	1	否
*ST天威	天威四川硅业有限责任公司	3600	0.5	1	1	否
	乐山乐电天威硅业科技有限责任公司	5143	1	2	1	否
	天威新能源(长春)有限公司	13000	1	2	1	否
	保定天威薄膜光伏有限公司	35000	1	2	1	否
	保定天威今三橡胶工业有限公司	1000	1	1	1	否

注:本表仅统计了涉及延期的委托贷款部分,委托贷款金额单位为万元;贷款期限和展期时间单位为年;展期次数为次。

一般而言,在委托贷款形成的内部资本市场中,交易双方都是关联方,在母公司的统一控制下,合同谈判时间短、矛盾少、易协调,因而成本低,而母公司对子公司的信任程度高,信息对称程度高,从而调查

成本也低。况且,即使集团内部的委托贷款业务出现逾期、延期,甚至坏账等问题,也更容易协商解决。显然,集团公司间因此而发生诉讼的风险较低。故总体上委托贷款形成的内部资本市场交易信用风险较低。但也有例外,比如*ST天威。具体分析发现,多笔委托贷款业务逾期使本就受累于新能源业务经营风险和违约风险增加的*ST天威雪上加霜,信用评级也是连续异常下降,信用风险激增。究其根本原因,主要在于该公司对市场发展预测失误、战略规划不当,而股权关系使委托贷款不能充分反映出高风险关联借款者的风险状况(钱雪松、袁梦婷和孔东民,2013),也是导致该公司委托贷款规模太大、风险过高的原因。因此,即便是委托贷款形成的内部资本市场,也仍然有加大风险的一面。

五、结论与启示

现有研究多从总体上分析委托贷款的特征、动因和影响,没有区分外部委托贷款和内部委托贷款。显然,相对于外部资本市场,内部资本市场的作用是不同的,所以委托贷款这一特殊形式形成的内部资本市场交易也可能表现出差异性。为此,本文选取了4家典型的案例公司为样本,对这一问题进行了研究。分析发现,委托贷款形成的内部资本市场基本是有效的,能够发挥积极作用;但当集团公司制定了错误的战略而采用委托贷款调节资金余缺、配置集团资源时,往往会导致更大的信用风险。因此,当集团公司运用委托贷款这种金融工具时,应该持谨慎态度,以防过度利用而导致连环影响,从而产生更高的风险。这也说明不能一味地肯定或者否定委托贷款,而应该以客观的态度去分析。政策制定者只要加强监管、正确引导,委托贷款形成的内部资本市场就可以更充分地发挥积极作用。

主要参考文献:

万良勇. 中国企业内部资本市场的功能、陷阱及其法律规制[J]. 经济与管理,2006(11).

许艳芳,文旷宇. 内部资本市场、上市公司投融资行为异化与公司业绩——基于明天科技的案例研究[J]. 管理案例研究与评论,2009(8).

杨棉之. 内部资本市场公司绩效与控制权私有收益——以华通天香集团为例分析[J]. 会计研究,2006(12).

王峰娟,安国俊. 新兴市场国家内部资本市场研究成果与启示[J]. 财经问题研究,2010(3).

杨柏,彭程,代彬. 内部资本市场影响上市公司

投资行为的实证研究[J]. 财经论丛,2011(11).

左和平,龚志文. 内部资本市场:治理结构、机制与有效性[J]. 会计研究,2011(3).

陈菊花. 管理者过度乐观、自信、迎合效应与内部资本市场[A]. 中国会计学会财务成本分会第25届理论研讨会论文集[C],2012.

林非园. 企业集团构建内部资本市场的作用——基于交易成本理论的分析[J]. 云南大学学报(社会科学版),2011(10).

刘剑民. 内部资本市场、融资约束放松与国有——2010年A股上市公司的实证检验[A]. 北京:中国会计学会2012年学术年会论文集[C],2012.

万良勇,魏明海. 集团内部资本市场、银行债务与债权人保护——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南方经济,2009(10).

王峰娟,栗立钟. 中国上市公司内部资本市场有效吗——来自H股多分部上市公司的证据[J]. 会计研究,2013(1).

王化成,曾雪云. 专业化企业集团的内部资本市场与价值创造效应[J]. 管理世界,2012(12).

Brown Charles A., Chris R. McNeil. Internal capital market subsidies and industry downturns [J]. Accounting & Finance,2008(48).

Billett M. T., D. C. Mauer. Cross-Subsidies, External Financing Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value [J]. Review of Financial Studies,2003(4).

Scharfstein D., Stein J.. The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment[J]. Journal of Finance,2000(55).

Alchian A.. Information costs, pricing, and resource unemployment[J]. Western Economic Journal,1969(2).

Khanna T., Palepu K.. Why focused strategies may be wrong of emerging markets [J]. Harvard Business Review,1997(75).

Williamson Oliver E.. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications [M]. New York: Collier Macmillan Publishers Inc,1975.

Shaw Edward S.. Financial Deepening in Economic Development [M]. New York: Oxford University Press,1973.

作者单位:河北经贸大学会计学院,石家庄050061